

FONDURILE CU CAPITAL DE RISC – ALTERNATIVĂ DE DEZVOLTARE ȘI INOVARE PENTRU FIRME

Conf. univ. Dr. Laura Giurca Vasilescu
Prof. univ. Dr. Ana Popa
Universitatea din Craiova, România

Rezumat

In a highly competitive global economy, improved access to financing by innovative small and medium-sized enterprises has become essential for enhancing competitiveness and meeting the objectives of the Lisbon Partnership for Growth and Jobs. Although venture capital is a small part of the larger asset class of alternative investments, it is essential for the growth of innovative firms.

At present, the potential of EU venture capital markets is not fully exploited. In fact, the lack of an equity investment culture, market fragmentation, informational problems and high costs are among the main reasons for this market failure.

Cuvinte cheie: fonduri cu capital de risc, finanțare, investiții, IMM-uri

1. Introducere

Întreprinderile mici și mijlocii (IMM-urile) din Europa întâmpină dificultăți semnificative în accesarea fondurilor necesare pentru înființare, creștere și pentru a face față competiției de pe piețele internaționale, înregistrându-se o lipsă de resurse pentru aceste firme în faza inițială dar și în fazele de dezvoltare a afacerilor.

Într-o economie globală competitivă, îmbunătățirea accesului la finanțare a IMM-urilor inovative a devenit un aspect esențial pentru creșterea competitivității și pentru atingerea obiectivelor Parteneriatului de la Lisabona pentru creștere și locuri de muncă. În general, IMM-urile din Europa recurg într-o proporție ridicată la împrumuturi bancare pentru a obține finanțare externă și numai în anumite cazuri accesează surse alternative de finanțare – precum fondurile cu capital de risc iar fondurile atrase sunt adesea insuficiente.

Fondurile cu capital de risc sunt un tip de capital privat oferit firmelor imature dar care au un potențial ridicat de dezvoltare cu scopul de a genera venituri prin realizarea unei oferte publice inițiale (IPO) sau vânzarea companiei. Fondurile cu capital de risc provin de la investitori instituționali sau persoane independente cu venituri mari și sunt atrase de către firme de investiții specializate.

Fragmentarea piețelor de capital de risc în funcție de granițele naționale fac investițiile transfrontaliere complicate și în mod indirect împiedică IMM-urile să realizeze economiile de scară.

Finanțarea IMM-urilor inovative este considerată de către marii finanțatori drept o activitate neatractivă datorită costurilor ridicate de tranzacționare și veniturile reduse, având în vedere riscurile ridicate implicate, în special în fazele inițiale de dezvoltare a afacerii. Totuși, reticenta investitorilor de a investi în domenii cu un grad ridicat de risc, cum este sectorul IMM-urilor nu este singura barieră

VENTURE CAPITAL FUNDING – PATH TO GROWTH AND INNOVATION FOR FIRMS

Assoc. Prof. PhD. Laura Giurca Vasilescu
Prof. PhD. Ana Popa
University of Craiova, Romania

Abstract

In a highly competitive global economy, improved access to financing by innovative small and medium-sized enterprises has become essential for enhancing competitiveness and meeting the objectives of the Lisbon Partnership for Growth and Jobs. Although venture capital is a small part of the larger asset class of alternative investments, it is essential for the growth of innovative firms.

At present, the potential of EU venture capital markets is not fully exploited. In fact, the lack of an equity investment culture, market fragmentation, informational problems and high costs are among the main reasons for this market failure.

Key words: venture capital, financing, investment, SMEs

1. Introduction

Innovative firms in Europe face significant problems in accessing the funding they need to start, grow and compete on global markets since there is an equity gap for small and medium-sized companies in their start-up and expansion stages.

In a highly competitive global economy, improved access to financing by innovative small and medium-sized enterprises has become essential for enhancing competitiveness and meeting the objectives of the Lisbon Partnership for Growth and Jobs. In general, European small and medium enterprises (SMEs) turn mostly to banks to obtain external finance and only in limited cases to alternative sources of financing - such as venture capital funds, but the money they get is often not sufficient. In particular venture-backed investments could fill in the equity gap.

Venture capital (also known as VC) is a type of private equity capital typically provided to immature, high-potential, growth companies in the interest of generating a return through an eventual realization event such as an IPO or trade sale of the company. Venture capital typically comes from institutional investors and high net worth individuals and is pooled together by dedicated investment firms.

Markets that are fragmented along national lines make cross-border investments unnecessarily complicated for venture capital funds to invest outside their home country and indirectly hinder the SMEs to reach economies of scale.

Financing innovative SMEs is considered by many finance providers as an unattractive activity due to high transaction costs and low returns given the risk incurred, especially at the early-stage. However, the reluctance of investors to invest in higher risk areas, where the expected

în accesarea fondurilor pentru firmele mici. Astfel, politicile guvernamentale adesea nu încurajează suficient investițiile în IMM-uri sau nu creează premisele pentru ca fondurile cu capital de risc să investească mai mult în sectorul IMM-urilor.

2. Tendințe în dezvoltarea fondurilor cu capital de risc: piața Europeană vs piața SUA

Înainte de anii '90, investițiile cu capital de risc în Europa erau limitate. Investițiile cu capital de risc au explodat pe ambele continente (Europa și SUA) între anii 1995 și 2000, dar ulterior s-a înregistrat un declin al nivelului investițiilor atât în Europa cât și în SUA.

După anul 2000, statisticile indică o tendință de creștere a investițiilor private și a celor cu capital de risc, în special după anul 2004 pentru a atinge niveluri foarte ridicate în anul 2006. Astfel, investițiile private și cele cu capital de risc au crescut în Europa de 8 ori, de la 5,5 mld. EUR în 1995 la 71 mld. EUR în 2006) (figura 1).

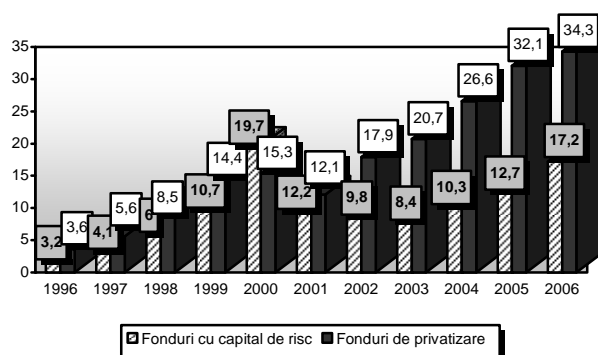


Figura 1: Investiții private și fonduri de capital de risc în perioada 1996- 2006

Source: EC- Removing obstacles to cross-border investments by venture capital funds, 2007

În perioada analizată, capitalul de risc a crescut de la 3,2 milioane Euro în 1996 la 12,7 milioane Euro în 2005. Urmărind același trend, investițiile cu capital de risc au înregistrat o altă importantă creștere de 36% în 2006 comparativ cu anul precedent. Dar, în special, sectorul privatizărilor a fost cel care a imprimat această tendință.

În cadrul volumului crescând al capitalului de risc, o mare parte continuă să fie alocată capitalului de investiții și numai o mică parte este rezervată capitalului inițial. Principala provocare este crearea unui mediu în care investițiile inițiale să poată fi menținute la un nivel ridicat în ciuda naturii ciclice a capitalului de risc. O altă provocare este aceea că potențialul de creștere este limitat de volumul redus al investițiilor de risc într-o afacere. Așadar, valoarea medie a tranzacțiilor europene, în ceea ce privește investițiile în fază incipientă este de doar 0,4 milioane Euro față de 2,2 milioane Euro în SUA.

Mai mult decât atât, deși investițiile în dezvoltarea produselor și serviciilor care îmbunătățesc productivitatea și eficiența concomitent cu reducerea costurilor, consumului de energie și poluării, sunt în creștere în Europa, valoarea acestor investiții a crescut în SUA în perioada 2005-2006 și este de patru ori mai mare decât în UE.

returns do not compensate for the higher risk, such as in SMEs, is not the only barrier restricting these small firms in search for funding. Thus, government policies often do not sufficiently encourage investments in SMEs or create incentives for venture capital industry to invest more.

2. Recent trends in developing the venture capital: European market vs US market

Before the 1990s, venture capital investments in Europe were limited. Venture capital investments boomed on both continents (Europe and US) between 1995 and 2000, but the subsequent bursting of the investment bubble led to a sustained decline in investment levels both in the EU and the US.

After 2000, statistics have shown an upward trend in European private equity (PE) and venture capital (VC) investments, notably since 2004 and reached very high levels in 2006. Thus, the investments by European PE and VC funds increased by more than eight times from 5.5 billion EUR in 1995 to 71 billion EUR in 2006) (figure 1).

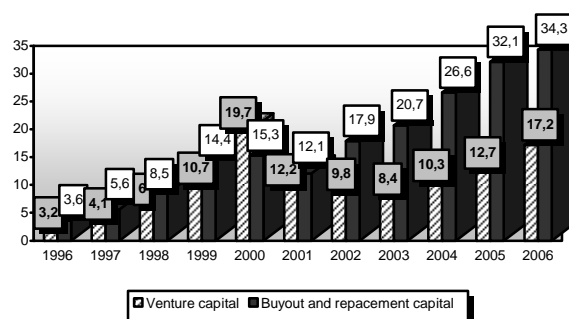


Figure 1: Private equity and venture capital invested in the period 1996- 2006

Source: EC- Removing obstacles to cross-border investments by venture capital funds, 2007

In the analyzed period, the venture capital increased from 3.2 billion Euro in 1996 to 12.7 billion Euro in 2005. Following the same trend, the venture capital investments registered another important increase of 36% in 2006 over the previous year. But the buyout sector especially has been the driving force.

Within the increasing venture capital amounts, the major share continued to go to expansion capital and a smaller one to seed capital. The main challenge is to create an environment where seed investments can be kept at a high level despite the cyclical nature of venture capital.

Another challenge is that the growth potential is limited by the small amount of venture investments per deal. Thus, the European average deal size for early-stage investment is just 0.4 million Euro against 2.2 million Euro in the US.

In addition, although investments in clean-tech start-ups are increasing in Europe, these investments in the US more than doubled in the period 2005-2006 and are four times higher than in the EU. The challenge for Europe is to generate profitable clean-tech investments to sustain their growth.

Un trend pozitiv modest este reflectat în cota investițiilor cu capitalul de risc ca procent din PIB care era de 0,11% (având în vedere că investițiile în privatizări au fost de 0.31% din PIB) în anul 2005. Unele țări europene ce prezintă o abordare de piață deschisă au de asemenea o cotă ridicată de investiții private de capital ca procent din PIB (Marea Britanie și Suedia mai mult de 1% în 2005, în timp ce media europeană a fost în jur de 0.4% din PIB). (figura 2).

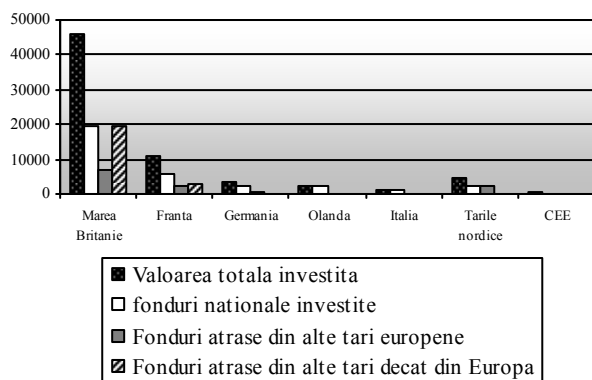


Figura 2. Fonduri de investiții și de capital de risc atrase (2005)

Sursa: EVCA Prezentarea la întâlnirea grupului de experți, 24 Octombrie 2006

Industria a raportat faptul că industria europeană a capitalului de risc a devenit pan-europeană și orientată global, cu o puternică tendință de a extinde țințele de investiții.

În ciuda volumului de fonduri de capital privat și de risc disponibil, nu este clar faptul că piața europeană este destul de matură pentru ca întreprinderile inovatoare să obțină suficientă finanțare privată. Companiile europene se confruntă cu probleme substanțiale în ceea ce privește accesarea fondurilor, în timp ce în SUA sunt atrase și investite mai multe fonduri.

Mai mult, companiile inovatoare europene cu potențial mare de creștere nu sunt finanțate cu sume suficiente de mari și nu pot deveni companii competitive la nivel global. Astfel în perioada de inițiere a unei afaceri în Europa este atras mai puțin capital decât în SUA.

O altă diferență cheie între piața europeană și piața SUA constă în faptul că Europa finanțează mai multe firme asigurate de capital de risc (7207 companii europene în raport cu 5406 conform Annuarul EVCA, 2006), cu sume mai mici decât în SUA. Media investițiilor tehnologice este în jur de 0.9 milioane Euro în UE față de 6.1 milioane Euro în SUA. Această finanțare defectuoasă are efecte variate incluzând limitarea potențialului de creștere. Media europeană pentru investițiile inițiale și investițiile în afaceri în stadii premature este 0,5 respectiv, 0,8 milioane Euro, având în vedere că în SUA valorile corespondente sunt de patru ori mai mari, aceasta însemnând 1,8 respectiv 4,0 milioane Euro. Companiile americane de investiții în capital de risc sunt caracterizate prin aceea că investesc sume mari în afaceri individuale, investind timpuriu în activitatea companiilor de portofoliu, și având un rol important în dezvoltarea lor ulterioară. Rezultatul este că piețele americane au creat un

A modest positive trend is reflected in the share of venture capital investments as a percentage of GDP which in 2005 amounted to 0.11% (whereas buyout investments were 0.31% of GDP). Some European countries with a more open market approach also have a higher share of private equity investment as a percentage of GDP (i.e. the UK and Sweden above 1% in 2005, while the European average was around 0.4% of GDP). (figure 2).

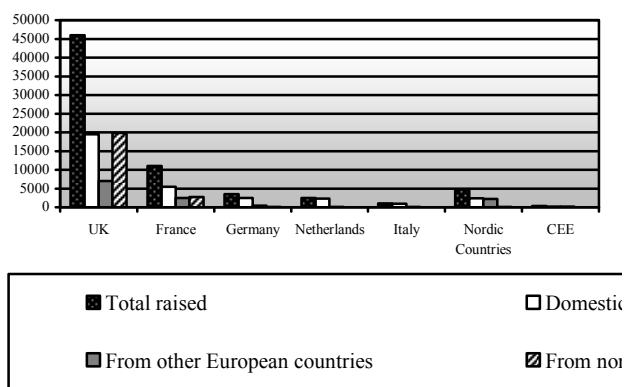


Figure 2. Private equity and venture capital funds raised by country (2005)

Source: EVCA Presentation to the Expert group meeting, 24 October 2006

The industry reported that the European venture capital industry was becoming pan-European and globally oriented, with a strong tendency to expand their investment focus.

Despite the volume of venture capital and private equity funding available, it is not clear that the European market is mature enough for innovative enterprises to get enough equity funding. European companies face substantial problems in accessing finance, while in the US more money is raised and invested.

Furthermore, European innovative companies with potential for high growth are not funded with large enough amounts and do not grow into globally competitive firms. Therefore, less seed and start-up capital is raised in Europe than in the US.

Another key difference between EU and US markets is that Europe funds more VC backed firms (7207 EU companies versus 5406 US companies according to EVCA Yearbook, 2006), with smaller amounts than in the US. The average technology investment is around 0.9 million EUR in the EU against 6.1 million Euro in the US. This drip-feeding has various side effects, including limiting growth potential. The European average for seed and early start-up investment is 0.5 and 0.8 million Euro, respectively, whereas in the US the corresponding average investment is four times higher, at 1.8 and 4.0 million Euro, respectively.

American venture firms are usually characterized as committing larger sums to individual businesses, investing earlier in the lives of portfolio companies, and playing a more hands-on role in their subsequent development. The result is that the US markets create a small number of rapidly growing, successful companies, as opposed to the European approach of targeting more

număr mic de companii de succes ce înregistrează creșteri rapide, în opoziție cu abordarea europeană ce vizează obținerea unor venituri mai modeste de la firme din cadrul întregului portofoliu de investiții.

3. Companii și fonduri de capital de risc

Firmele care investesc în afaceri riscante sunt structurate ca parteneriate, ale căror principali parteneri îndeplinesc rolul de manageri ai firmei și vor îndeplini rolul de consultanți de investiții în atragerea fondurilor de capital de risc. Firmele cu capital de risc pot de asemenea să fie structurate ca SRL-uri (societăți cu răspundere limitată) situație în care managerii companiei sunt cunoscuți drept membrii ai conducerii (figura 3).

Investitorii în fonduri cu capital de risc sunt parteneri care cuprind atât persoane cu capital net ridicat cât și instituții ce posedă un volum mare de capital disponibil precum fonduri private sau de stat de pensii, donații, fundații, companii de asigurare, fonduri comune de investiții, denumite fonduri mutuale.

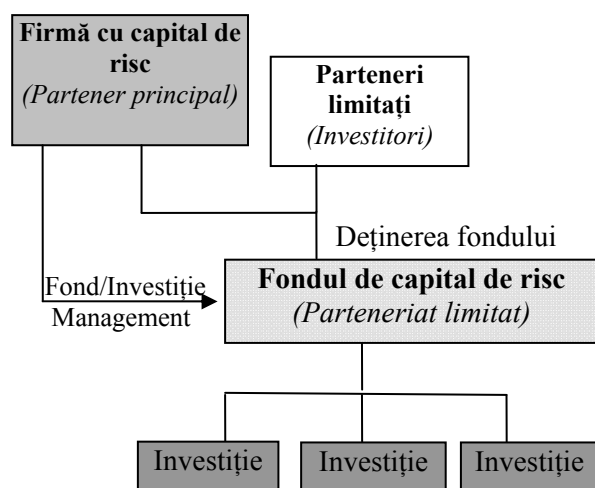


Figura 3. Schema structurii unui fond cu capital de risc

În cadrul industriei de capital de risc, partenerii principali și alți investitori profesionali ai firmei cu capital de risc sunt cunoscuți drept "investitori profesionali" sau "VCs". În general investitorii profesionali provin fie dintr-un mediu operațional fie financiar. Investitorii profesionali care provin dintr-un mediu operațional au tendința să fie primii fondatori sau manageri ai companiilor similare cu aceia pe care parteneriatul îi finanțează sau vor avea rolul de consultanți manageriali. Investitorii profesionali ce provin dintr-un mediu financiar sunt cei ce au experiență în activitate financiar-bancară sau posedă experiențe financiare comune.

Alte posturi într-o firmă cu capital de risc includ:

- ☐ Parteneri - care se presupune că sunt sursa oportunităților unor potențiale investiții.
- ☐ Antreprenori-rezidenți - sunt experți într-un anumit domeniu și oferă consultanță juridică în cazul unor potențiale afaceri.
- ☐ Principal - o funcție profesională de investiții de nivel mediu.
- ☐ Asociat - este practic postul pentru cei care se află în stadiul de începători.

modest returns from firms across the whole investment portfolio.

3. Venture capital firms and funds

Venture capital firms are typically structured as partnerships, the general partners of which serve as the managers of the firm and will serve as investment advisors to the venture capital funds raised. Venture capital firms may also be structured as limited liability companies, in which case the firm's managers are known as managing members (figure 3).

Investors in venture capital funds comprises both high net worth individuals and institutions with large amounts of available capital, such as state and private pension funds, university financial endowments, foundations, insurance companies, and pooled investment vehicles, called fund of funds or mutual funds.

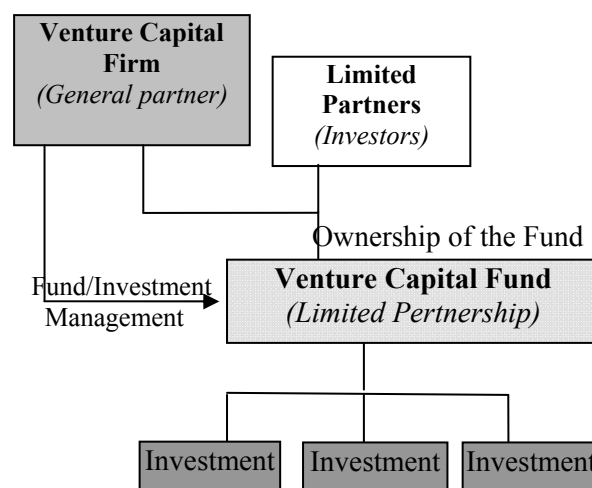


Figure 3. Diagram of the structure of a generic venture capital fund

Within the venture capital industry, the general partners and other investment professionals of the venture capital firm are often referred to as "venture capitalists" or "VCs". In general, the venture capitalists come from either an operational or a finance background. Venture capitalists with an operational background tend to be former founders or executives of companies similar to those which the partnership finances or will have served as management consultants. Venture capitalists with finance backgrounds tend to have investment banking or other corporate finance experience.

Other positions at venture capital firms include:

- ☐ Venture partners - which are expected to source potential investment opportunities;
- ☐ Entrepreneur-in-residence (EIR) - which are experts in a particular domain and perform due diligence on potential deals;
- ☐ Principal - is a mid-level investment professional position;
- ☐ Associate - is typically the most junior apprentice position within a VC firm.

Majoritatea fondurilor cu capital de risc au o durată de viață de 10 ani cu posibilitatea de extindere cu încă câțiva ani pentru a oferi sprijin companiilor private care au nevoie de lichidități. Ciclul de investiții pentru majoritatea fondurilor este cuprins în general între trei și cinci ani, după care scopul este conducerea și realizarea în continuare a investițiilor într-un portofoliu existent.

Fondurile cu capital de risc pot fi stabilite în baza unui regim legal. Unele state membre au folosit foarte mult soluții pentru fondurile locale în timp ce altele nu beneficiază de o structură legală adecvată sau sunt doar planificate. În unele state membre structura de parteneriat limitat este cea mai utilizată, dar alternative comune sau modalități similare pot fi de asemenea disponibile. Trebuie menționat că nu există nici o definiție standard pentru “parteneriat limitat” sau o înțelegere comună în ce privește caracteristicile sale.

În timp ce guvernele devin conștiente de necesitatea stimulării capitalului de risc, pericolul constă în faptul că încercările de a îmbunătăți oferta pot provoca complicații legale și pretinderi de taxe și de asemenea o creștere a costurilor pentru fond. În prezent, unei structuri a fondului care țințe atragerea de fonduri și investiții în țările membre ale Uniunii Europene, i se cere stabilirea unor intermediari suplimentari sau alte mijloace, adesea presupunând entități off-shore și prin urmare, rezultă complicații și costuri adiționale.

Prin urmare, decât marile fonduri cu capital de risc stabilesc de obicei modalități intermediare care permit dubla (multiplă) impozitare a veniturilor. Obținând informații despre cum anumite jurisdicții tratează fondurile presupune adesea pierdere de timp și costuri pentru fondurile cu capital de risc, așadar aceste operațiuni se limitează la marile fonduri care își pot permite costurile.

În prezent, nici una dintre structurile existente în Europa nu este capabilă să se adapteze la toate tipurile de investitori din diferite țări din cadrul sau din afara UE. Mai mult, într-o UE diversificată cu 27 de state membre, diferențe există nu numai în ceea ce privește nivelul de dezvoltare a piețelor capitalului de risc ci și în ceea ce privește regimurile ce reglează aceste piețe.

Un studiu industrial recent (EVCA Benchmarking study, decembrie 2006) ce analizează taxele și cadrul legal al țărilor europene la nivele de investitori, manageri de fonduri și companii în care se investește, grupează țările în următoarele ”grupuri de țări”: țări avansate (Irlanda, Marea Britanie), țări cu o reformă “prietenosă” (Franța, Belgia, Spania, Luxemburg), țări cu dezvoltare progresivă (Danmark, Austria, Finlanda); țări în regres (Grecia, Olanda, Portugalia, Italia, Ungaria); țări cu creștere încetinită (Norvegia, Suedia, Germania); țări CEE cu progrese mici (Republica Cehă, Polonia, Slovacia); țări nou adăugate (Estonia, Letonia, Slovenia, România).

4. Bariere în calea dezvoltării pieței europene a capitalului de risc

În timp ce există diferențe între țările europene la nivelul dezvoltării piețelor capitalului de risc, industria globală a capitalului privat și de risc a înregistrat progrese în mobilizarea investitorilor instituționali și în utilizarea fondurilor acestora în vederea valorificării oportunităților atractive de afaceri în întreaga lume.

Most venture capital funds have a fixed life of 10 years, with the possibility of a few years of extensions to allow for private companies still seeking liquidity. The investing cycle for most funds is generally three to five years, after which the focus is managing and making follow-on investments in an existing portfolio.

Venture capital funds can be established under various legal regimes. Some Member States have widely used solutions for locally established funds, while others might not have any appropriate legal structure or are such structures only planned. In some Member States a limited partnership structure is the most used one, but alternative corporate or similar vehicles can also be available. It should be noted that there is no standard definition of “limited partnership”, neither a common understanding about its features.

While governments are becoming aware of the need to stimulate venture capital, the danger is that attempts to improve supply result in even more complex legal and tax requirements and increased costs for funds. At present, a fund structure aimed at fundraising and investing in different EU countries requires establishment of additional intermediary or parallel vehicles, often involving off-shore entities, and consequently results in additional costs and complexities.

Consequently, only larger VC funds usually set up intermediary vehicles that avoid double (or multiple) taxation of investor returns. Obtaining information about how certain jurisdictions treat funds are often time consuming and costly for venture capital funds, limiting such operations to larger funds that can absorb the overhead costs.

At present, none of the existing structures currently available in Europe is able to accommodate all types of investors from different countries, both within and from outside the EU. Furthermore, in a diverse European Union now with 27 Member States, differences exist not only in terms of the level of development of venture capital markets, but the diversity is reflected also in regimes regulating those markets.

A recent industry study (EVCA Benchmarking study, December 2006) benchmarking European countries’ tax and legal frameworks at levels of limited partners (investors), fund managers and investee companies grouped countries in the following “country clusters”: advanced countries (Ireland, UK); reform-friendly countries (France, Belgium, Spain, Luxembourg); progressive followers (Denmark, Austria, Finland); fading countries (Greece, Netherlands; Portugal, Italy, Hungary); slowing countries (Norway, Sweden, Germany); CEE countries- little improvement (Czech Republic, Poland, Slovakia); newly-added countries (Estonia, Latvia, Slovenia, Romania).

4. Barriers against development of European venture capital market

While within Europe differences exist between countries in the stage of development of venture capital markets, the global private equity and venture capital industry has succeeded in mobilizing institutional investors and deploying their funds to attractive business opportunities throughout the world.

Industria solicită îndepărtarea obstacolelor existente în calea investițiilor străine în Europa pentru ca acest sector să poată evolua. Această necesitate este antrenată de piață pe măsură ce industria europeană de capital de risc se extinde la nivel global.

Tendința pe piața europeană a capitalului de risc este de a se orienta către fonduri mai mari și aceasta este posibil să continue. Oricum, din moment ce industria crește în ansamblu, până acum nu a existat nici un indiciu că această industrie ar putea să fie îndreptată către concentrare. Din contră, pe termen scurt este posibil să intre pe piață noi fonduri de capital de risc după ultimii ani care au fost dificili, fapt care va conduce la creșterea competitivității în această industrie.

În prezent, în Europa nu există o singură piață pentru capitalul de risc, pentru că aceasta nu beneficiază de același nivel de integrare ca alte piețe financiare. În cadrul unei singure piețe de capital ar putea să obțină beneficii atât fondurile de capital de risc ca actori ce acționează de partea ofertei cât și IMM-urile ce acționează ca actori ce au nevoie de finanțare, de partea cererii:

- IMM-urile inovatoare beneficiază de disponibilitatea crescută a capitalului de risc, în particular prin existența unui volum mai mare de capital necesar la inițierea unei afaceri. Așadar IMM-urile pot explora inovații și noi tehnologii, creșterea numărului de locuri de muncă și pot deveni companii competitive.

- fondurile cu capital de risc ce acționează în străinătate, într-o arie geografică extinsă ar putea mult mai ușor să realizeze economii de scară, să dezvolte o expertiză sectorială specializată, să strângă mai mulți bani, să diversifice portofoliile și să crească veniturile.

Companiile mari și inovatoare au dificultăți în atragerea capitalului, în special în acele zone ale Europei unde piața capitalului de risc este mai puțin dezvoltată sau abia recent a început să se dezvolte. În toată Uniunea Europeană, finanțarea și investițiile sunt concentrate într-un număr limitat de regiuni și accesul la tipurile potrivite de finanțare pentru IMM-urile inovatoare este repartizat neuniform în cadrul UE.

Industria europeană a capitalului de risc este foarte diversificată în ceea ce privește dimensiunea fondurilor, capitalizare, strategii de management și investiții, deși fondurile europene cu capital de risc prezintă anumite similitudini și se confruntă cu probleme similare. Spre deosebire de fondurile de privatizare, multe dintre fondurile europene cu capital de risc sunt relativ mici, acționează local și nu dispun de resursele necesare pentru extinderea operațiunilor din punct de vedere geografic sau către noi sectoare industriale și în același timp oferă suportul necesar companiilor care au nevoie de fonduri. De asemenea, condițiile pentru fondurile mai mici trebuie îmbunătățite, din moment ce 80% din tranzacții reprezintă investiții în IMM-uri.

Prin definiție, capitalul de risc este o afacere riscantă și volatilă datorită atât mărimii fondului capitalului de investiții cât și mărimii problemelor pieței capitalului de risc, ultima fiind adesea limitată de dimensiunea țării. În această privință, următoarele aspecte pot fi considerate importanți factori atât în vederea investirii în firme care se află într-un stadiu incipient de dezvoltare sau într-un stadiu timpuriu, cât și pentru focalizarea investiției fondului și pentru operațiunile în străinătate:

While within Europe differences exist between countries in the stage of development of venture capital markets, the global private equity and venture capital industry has succeeded in mobilizing institutional investors and deploying their funds to attractive business opportunities throughout the world.

The industry is urging the removal of the existing obstacles to cross-border investments within Europe so that the sector could perform better. This need is market-driven as the European venture capital industry is globalizing.

The trend in the European venture capital industry has been towards larger funds and this is likely to continue. However, since this industry is growing as a whole, so far there has been no indication that the industry would be heading towards concentration. On the contrary, in the short term new VC funds are likely to enter the market after the recent difficult years, which will increase the competition in the industry.

Currently, a single market for venture capital does not exist within Europe because this is not benefiting from the same level of integration as other financial markets. From a single capital market could benefit both venture capital funds as actors on the supply side and SMEs as funding seekers actors on the demand side:

- the increased availability of venture capital would benefit innovative SMEs, in particular through more seed and start-up capital. They could exploit innovations and new technologies, boost jobs and grow into competitive companies;

- venture capital funds operating across borders over a wider geographical area could more easily reach economies of scale, develop a specialized sectoral expertise, raise more money, diversify portfolios and improve returns.

Innovative and high growth firms suffer from problems in raising capital, in particular in those parts of Europe where venture capital market is less developed or has only recently started to develop. Throughout the EU, fundraising and investments are concentrated in a limited number of regions, and access to suitable forms of financing for innovative SMEs is unevenly spread across the EU.

The European venture capital industry is very diverse in terms of fund size, capitalization, management and investment strategies, though European VC funds do have some similarities and face similar problems.

As opposed to buyout funds, many European VC funds are relatively small, operate locally and do not have the resources to extend operations geographically or to new industry sectors and at the same time provide the investee companies with the support they need. Also, conditions for smaller funds need to be improved, since 80% of their deals represent investments into SMEs.

By definition venture capital is a volatile and risky business and that both the size of a VC fund and the size of VC market matter, the latter being often limited by the size of the country. In this respect, the following aspects could be considered significant factors for investing in seed and early-stage firms as well as for a fund's investment focus and cross-border operations:

- mărimea tranzacțiilor capitalului de risc: tranzacțiile europene cu capital de risc sunt mai reduse și nu sunt suficiente pentru IMM-urile inovatoare; segmentarea pieței acționează ca o frână a investițiilor inițiale. Cheltuielile generale ridicate au o influență negativă asupra profitabilității fondurilor mai mici, ceea ce face ca atenția să se îndrepte mai mult către investiții fundamentale mai mari.

- mărimea fondurilor cu capital de risc: deși anumite piețe europene de capital de risc ajung la maturitate, ele furnizează decât un număr limitat de fonduri mari și de succes. Majoritatea fondurilor de capital de risc existente în Europa sunt mai degrabă mici, deși există o variație ridicată. Mai mult, costul și complexitatea investițiilor străine dezavantajează fondurile mici și prin aceasta, le limitează potențialul de creștere și specializare.

- mărimea pieței capitalului de risc (și mărimea țării): Mărimea limitată a piețelor capitalului de risc în multe dintre statele membre (în special în noile state membre) conduce la necesitatea ca fondurile de capital de risc să opereze în străinătate pentru a dobândi o mărime sustenabilă.

Fondurile au nevoie ca cea mai mare parte din tranzacții să ajungă la stadiul unei economii de scară, la specializare și o atragere mai ușoară a fondurilor din partea instituțiilor de investiții. Singurul mod în care fondurile de pe piețele mici pot concura este să li se permită să crească dincolo de granițe, să investească în arii geografice mai extinse.

În ceea ce privește mediul fondurilor cu capital de risc din Europa, în ciuda creșterii importanței finanțării capitalului de risc în UE, nu este neapărat complicat pentru fondurile de capital de risc să investească în firme care se află în afara țării.

Au fost identificate următoarele bariere în calea integrării piețelor europene ale capitalului de risc, atât în ceea ce privește cererea cât și oferta:

- *În ceea ce privește oferta:* Fondurile de capital de risc se confruntă cu obstacole când investesc dincolo de granițe în Europa, din moment ce adesea sunt obligate la înscriere separată sau constituire în fiecare stat membru, ceea ce presupune creșterea costurilor și a timpului utilizat pentru structurarea fondului.

- *În ceea ce privește cererea:* multe firme inovatoare și dezvoltate se confruntă cu dificultăți în accesarea finanțării prin emisiune de acțiuni. Deși participarea cu capital extern este o sursă importantă de finanțare doar pentru un număr limitat de firme inovatoare, înțelegerea importanței acesteia pentru finanțarea creșterii este esențială pentru antreprenori.

5. Soluții posibile pentru stimularea pieței europene a capitalului de risc

Structurile fondului cu capital de risc din Europa trebuie să fie adecvate atât pentru investițiile și investitorii naționali cât și pentru cei străini. Oricum, eforturile necesare pentru a construi un asemenea mediu include câteva schimbări de reglementare. Încurajând investițiile în capital de risc prin crearea unui mediu politic favorabil este o sarcină ce presupune cooperarea dintre Comisia Europeană, statele membre și diferiți participanți din această industrie, pentru a face față provocărilor privind îmbunătățirea cererii și ofertei de finanțare.

- the size of VC deals: European VC deals are smaller and are not sufficient for innovative SMEs; market fragmentation acts as a brake on seed and early-stage investments. High overhead costs hit the profitability of smaller funds especially hard, which makes them to focus more on larger underlying investments.

- the size of VC funds: although some European venture capital markets are maturing, they are producing only a limited number of large and successful funds. The majority of the existing VC funds in Europe are rather small, although there is a large variation. Moreover, the costs and complexities of cross border investments further disadvantage smaller funds and thus limit their growth and specialization potential.

- The size of the VC market (and the size of the country): the limited size of venture capital markets in many Member States (especially in the new Member States and where the industry has only started to build up) makes it necessary for venture capital funds to operate across borders to achieve any sustainable size.

Funds need a critical mass of deals to reach economies of scale, specialize, and more easily raise funds from investment institutions. The only way that funds in smaller markets can compete is to allow them to grow easily across borders, invest in geographically wider area and encourage them to become larger, more professional funds.

Regarding the environment of VC funds in Europe, despite the increasing importance of venture capital funding in the EU, it is unnecessarily complicated for venture capital funds to invest in firms outside their home country.

The following barriers to improving the integration of European VC markets have been identified both on the supply side and the demand side, as follows:

• *On the supply side:* VC funds face obstacles when investing across borders in Europe, since they are often liable for separate registration or establishment in each Member State, which increases costs and time spent for fund structuring.

• *On the demand side:* many innovative and high-growth firms face difficulties in accessing equity finance. Although external equity capital is an important source of financing only for a limited number of innovative firms, understanding its importance for growth financing is essential also for entrepreneurs. Improving entrepreneurs' investment readiness is the necessary counterpart for improving the supply of venture capital and providing basis for a rapid expansion of high-growth firms.

5. Possible solutions to stimulate the potential of European VC market

The structures of venture capital funds in Europe need to be appropriate for both domestic and foreign investors and investments. However, efforts to build up such an environment would include in practice some regulatory changes. Encouraging venture capital investments by creating a favorable policy environment is a task where the Commission, Member States and various industry players should cooperate to meet the challenges in improving the demand and supply of finance.

Importanța alternativelor la soluțiile legale a fost accentuată, de exemplu prin schimbarea celor mai bune practici guvernamentale și de piață utilizate în promovarea investițiilor în capitalul de risc. De asemenea, se impune necesitatea de a realiza în continuare o cooperare între organismele naționale de reglementare. De exemplu, a tinde spre o abordare uniformă între organismele de reglementare ar fi folositor, în special în ce privește principiile de bază și cele mai bune practici de asistență.

Mai mult, există un număr de obiective cheie pe care practicienii capitalului de risc le iau în considerație când structurează un fond cu capital de risc adecvat, și de care instituții de reglementare naționale ar putea beneficia dacă le-ar lua în considerare:

- convenabilitate: un fond ar trebui să fie convenabil pentru toți investitorii săi instituționali și eligibili (chiar dacă sunt taxate sau scutite de taxe, precum fondurile de pensii) și capabil să fie tranzacționat de către investitori abilitați pe baza unor principii străine.

- simplitate: tuturor investitorilor le place simplitatea, claritatea și siguranța legală și administrativă care ar facilita investițiile străine.

- eficiență: investitorii și fondul însuși nu ar trebui să fie subiectul dublei impozitări economice și juridice. Impozitul este principalul element care duce la complexitate.

În ceea ce privește investitorii instituționali, experții industriali au raportat că în anumite țări (Lituania, Polonia) fondurile de pensii nu pot investi în fondurile de capital de risc. În alte țări, fondurile de pensii beneficiază de anumite excepții fiscale.

Luând în considerare aceste aspecte, următoarele soluții ar putea fi luate în considerare:

1. Armonizarea la nivelul UE (o soluție pe termen lung). Cât timp se recunoaște că armonizarea reglementărilor fondurilor de capital de risc la nivelul UE ar fi o soluție pentru creșterea investițiilor în capitalul de risc dincolo de granițe, o asemenea abordare ar putea fi posibilă decât pe termen lung. De aceea, o abordare mult mai practică care ar putea să fie posibil de atins într-o perioadă de timp mai scurtă ar fi recunoașterea reciprocă a structurilor naționale existente.

2. Recunoașterea reciprocă. Luând în considerare faptul că țările sunt diferite nu numai în abordarea utilizată pentru a stimula investițiile în capitalul de risc ci și în ceea ce privește definirea lor de bază, este necesară o înțelegere comună în UE în vederea salvării de timp și bani. De aceea instituțiile UE și statele membre ar trebui să ia măsuri potrivite pentru a ajunge la o recunoaștere reciprocă a structurilor fondurilor de investiții private transparente din punct de vedere fiscal. Industria capitalului de risc a sprijinit recunoașterea reciprocă care permite o structură a fondului recunoscută la nivelul UE și care oferă aceleași condiții pentru toți managerii și investitorii fondului. Aceasta nu ar împiedica, ca structurile naționale existente să fie folosite pentru fondurile stabilite doar la nivel local și național.

3. Cadrul reglementat. Un cadru reglementat trebuie să fie mult mai receptiv la nevoile pieței și în această privință, următoarele caracteristici "preferențiale" ar trebui să fie luate în considerare de către autoritățile naționale în

The structures of venture capital funds in Europe need to be appropriate for both domestic and foreign investors and investments. However, efforts to build up such an environment would include in practice some regulatory changes. Encouraging venture capital investments by creating a favorable policy environment is a task where the Commission, Member States and various industry players should cooperate to meet the challenges in improving the demand and supply of finance.

The importance of alternatives to legal solutions was emphasized, for example through exchanging best government and market practices in promoting venture capital investments. Further, there is a need to build further cooperation among national regulators. For example, to aim for a uniform approach among regulators would be useful, in particular on core principles and best supervisory practices.

Moreover, there are a number of key objectives that practitioners of VC take into consideration when structuring an appropriate VC fund, and that national regulators would benefit when taking into account:

- Suitability: A fund should be suitable for all its institutional or eligible investors (whether taxed or tax-exempt, such as pension funds) and capable of being marketed to suitable investors on a cross-border basis.

- Simplicity: All investors like simplicity; legal and administrative clarity and certainty would facilitate cross-border investments.

- Efficiency: Final investors and the fund itself should not be subject to economic or juridical double taxation. Tax is the main driver for complexity.

As regards institutional investors, industry experts reported that in some countries (Lithuania and Poland) pension funds are not permitted to invest in venture capital funds. In some countries, pension funds benefit from specific fiscal exceptions.

Taking into consideration these aspects, the following solutions could be considered:

1. Harmonization at the EU level (a long-term solution). While recognizing that harmonization of VC fund regulations at EU level would be a solution to increase cross-border VC investments, such an approach would only be possible in the long term. Therefore, a more pragmatic approach that would be possible to achieve in a shorter timeframe would be the mutual recognition of the existing national structures.

2. Mutual recognition. Taking into consideration that countries differ not only in approaches used to stimulate venture capital investments but also in terms of their basic definitions, it is necessary a common understanding in the European Union in order to save time and money. Therefore the EU institutions and the Member States should take appropriate steps to arrive at mutual recognition of each other's fiscally transparent private equity fund structures.

The venture capital industry has advocated mutual recognition that allows for one recognized fund structure at European level and that provides the same conditions for all the fund's investors and managers. This would not preclude existing national structures being used for purely national and locally established funds.

3. Regulatory framework. The regulatory framework needs to be more responsive to market needs and in this

condițiile revizuirii sau adoptării unei legislații sau norme:

- caracteristici ”preferențiale” ale unui fond cu capital de risc: un fond ar trebui să fie instituit și înregistrat în jurisdicția națională și ar trebui să fie recunoscut în alte state membre.

- caracteristici ”preferențiale” ale unei companii de gestionare a fondurilor. Fondurile cu capital de risc ce fac investiții dincolo de granițe în alte state membre, nu ar trebui să aibă nevoie de o instituție permanentă în afară de jurisdicția națională. Dacă autoritățile naționale sunt de acord cu recunoașterea reciprocă a structurilor fondului și a companiilor de management care au la bază legislația națională, aceasta ar implica niveluri de acceptare reciprocă de asistență și încredere.

- transparența impozitelor. Multe alte obstacole în calea investițiilor străine realizate de fondurile cu capital de risc au legătură cu impozitarea. Recunoașterea reciprocă implică faptul că dacă un fond este considerat transparent din punct de vedere fiscal în țara în care a fost constituit ar trebui să fie de asemenea considerat transparent din motive de impozitare de către țara în care se investește.

Scopul unei structuri pe deplin transparente ar fi evitarea dublei impunerii. Simultan, capacitatea investitorilor de a se bucura de beneficiile oricărei convenții de dublă impunere între țara lor de rezidență și țara în care se investește ar trebui de asemenea să fie asigurat.

Concluzii

În timp ce fondurile cu capital de risc au devenit din ce în ce mai importante, această sursă externă de finanțare rămâne totuși fragilă. Sectorul de capital de risc în Europa nu beneficiază în totalitate de o singură piață și este, de asemenea, mai puțin profitabilă și eficientă decât în SUA. Principalele dezavantaje care rezultă din lipsa unei piețe europene reale de capital de risc se află în legătură cu fragmentarea acestei piețe și împiedică realizarea investițiilor străine ale fondurilor de capital de risc. Cu 27 condiții diferite de operare în cadrul UE, atragerea și investirea de fonduri în exteriorul unei jurisdicții locale a fondului, au devenit din ce în ce mai complexe și fac dificilă dezvoltarea unei industrii viabile a capitalului de risc, în special în statele membre de dimensiuni mai mici.

În vederea creșterii numărului operațiunilor străine, este nevoie de un cadru de reglementare mult mai flexibil și adaptabil care ar contribui la diminuarea costurilor de structurare a fondului și ar crește fluxurile de capital de risc în Europa. De aceea, fondurile de capital de risc ar putea găsi cele mai merituoase companii aflate în stadiul incipient și cu un potențial de creștere ridicat și astfel va fi îmbunătățit accesul la finanțarea IMM-urilor inovatoare.

Cel mai rezonabil mod de a progresa pe termen scurt, în afară de înlocuirea bunelor practici guvernamentale și de piață, ar consta în următoarele două abordări:

- prima, prin intermediul unei recunoașteri reciproce a fondurilor de capital de risc provenind din alte jurisdicții: un fond ar trebui să fie instituit și înregistrat doar în jurisdicția națională și ar trebui să fie recunoscut în alte state membre și să nu fie expus la înregistrări separate sau instituire în fiecare jurisdicție.

- a doua, prin intermediul unei recunoașteri mutuale a companiei care gestionează fondul: în cazul în care compania ce gestionează fondul, care este subiect al

respect, the following “preferred” features should be taken into consideration by the national authorities when reviewing the existing or adopting a new legislation or regulation:

- “Preferred” features of a venture capital fund: A fund should be established and registered only in its home jurisdiction and should be recognized in other Member States.

- “Preferred” features of a management company. VC funds that make investments across borders into other Member States should not need a permanent establishment outside its home jurisdiction. If national authorities agreed on mutual recognition of fund structures and management companies based on national legislations, they would involve mutually acceptable levels of supervision and trust.

- Tax transparency. Many of the other obstacles to cross-border investments by VC funds are closely related to taxation. Mutual recognition implies that if a fund is regarded as being fiscally transparent in the country in which it has been constituted it should also be regarded as transparent for tax purposes by the investee country.

The aim of a fully transparent fund structure would be to avoid economic double taxation. Simultaneously, investors’ ability to enjoy the benefits of any double tax treaty between their country of residence and the investee country should also be ensured.

Conclusions

While venture capital funds have become increasingly important, this external source of funding still remains fragile. The venture capital sector in Europe does not fully benefit from a single market and it is also less efficient and profitable than in the United States. The main drawbacks resulting from the lack of a real European venture capital market are related to the fragmentation of this market and hindering cross-border investments of venture capital funds. With 27 sets of operating conditions in place within the EU, fund raising and investing outside a fund's local jurisdiction has become increasingly complex and makes the development of a viable venture capital industry difficult, especially in the smaller Member States.

In order to ease cross-border operations, it is necessary a more flexible and adaptive regulatory framework that would contribute to lower fund structuring costs and would increase flow of venture capital within Europe. Therefore, the venture capital funds could find the most deserving start-up companies with highest growth potential and access to finance of innovative SMEs would improve.

The most reasonable way to progress in the short term, apart from exchanging good market and government practices, would be the following two approaches:

- first, through a mutual recognition of venture capital funds from other jurisdictions: a fund should be established and registered only in its home jurisdiction and should be recognized in other Member States and not be liable for separate registration or establishment in each jurisdiction.

- second, through a mutual recognition of management company of the fund: if the management company, which is subject to regulatory and taxation

regimului de impozitare și reglementare în propria țară, ar putea opera direct din țara sa în țara în care se investește, fără să fie instituită acolo, iar costurile și timpul necesare ar putea fi reduse.

Pentru investitori, îmbunătățirea coordonării între statele membre, înțelegerea comună crescută și recunoașterea reciprocă a structurilor fondului ar putea face ca investiția dincolo de granițe să fie mai ușoară și mai puțin costisitoare. O abordare uniformă la nivel european ar fi aceea ca investitorii în capitalul de risc să fie tratați în același mod ca și investitorii direcți în fiecare companie importantă în care se investește.

Firmele cu capital de risc ar beneficia de operațiuni mai eficiente, atât în ceea ce privește atragerea de fonduri, cât și în ce privește investițiile, dându-le posibilitatea să beneficieze de economiile de scară și să se specializeze.

Piețele europene ale capitalului de risc ce sunt mai eficiente ar putea să promoveze creșterea economică și competitivitatea, să contribuie în mod particular la crearea de noi locuri de muncă, la designul și utilizarea noilor cunoștințe și tehnologii. De aceea, piețele de capital de risc active sunt conducători importanți către o Europă mai competitivă, antreprenorială și inovatoare.

Mențiune: *Această lucrare este realizată în cadrul proiectului CNCSIS –UEFISCSU, nr. PNII – IDEI cod 378/2008*

regime in its home country, could operate directly from the home country also in the investee country without being established there, costs and time required would be reduced.

For investors, improved coordination between the Member States, increased common understanding and mutual recognition of fund structures would make it easier and cheaper to invest across borders. A consistent approach at European level would be that investors in venture capital would be treated the same way as direct investors in each underlying investee company.

Venture capital firms would benefit from more efficient operations both on the fund rising and on the investment side, enabling them to benefit from economies of scale and scope and to specialize.

Deeper and more efficient European venture capital markets would promote economic growth and competitiveness, contribute particularly to creation of new jobs, design and use of new knowledge and technologies. Therefore, active venture capital markets are important drivers of a more competitive, entrepreneurial and innovative Europe.

Acknowledgement: *This work was supported by CNCSIS –UEFISCSU, project number PNII – IDEI code 378/2008*

Bibliografie

- [1] Bartlett, J., *"Fundamentals of Venture Capital"*, Madison Books, 1999
- [2] Campbell, K., *Smarter Ventures: A Survivor's Guide to Venture Capital Through the New Cycle*, Financial Times Prentice Hall, 2003
- [3] European Commission, Directorate General for Enterprise and Industry, *Removing obstacles to cross-border investments by venture capital funds*, 2007
- [4] European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA), *Annual Survey of Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity, Yearbook*, 2007
- [5] Eurosif, *Venture Capital for Sustainability*, 2007
- [6] Gompers, P. and Lerner, J., *The Venture Capital Cycle*, 2nd ed., MIT press, 2004
- [7] Kirsner, S., *Venture capital's grandfather*, The Boston Globe, April 6, 2008
- [8] Metrick, A., *Venture Capital and the Finance of Innovation*, John Wiley & Sons, 2007
- [9] Meyer, T., *Venture Capital in Europe: Spice for European Economies*, Deutsche Bank Research, October 2006
- [10] Ortgiese, J., *Value Added by Venture Capital Firms*, Eul Publishing, 2007
- [11] Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., *Corporate Finance*, 8th Edition, McGraw-Hill publishing, 2008

References

- [1] Bartlett, J., *"Fundamentals of Venture Capital"*, Madison Books, 1999
- [2] Campbell, K., *Smarter Ventures: A Survivor's Guide to Venture Capital Through the New Cycle*, Financial Times Prentice Hall, 2003
- [3] European Commission, Directorate General for Enterprise and Industry, *Removing obstacles to cross-border investments by venture capital funds*, 2007
- [4] European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA), *Annual Survey of Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity, Yearbook*, 2007
- [5] Eurosif, *Venture Capital for Sustainability*, 2007
- [6] Gompers, P. and Lerner, J., *The Venture Capital Cycle*, 2nd ed., MIT press, 2004
- [7] Kirsner, S., *Venture capital's grandfather*, The Boston Globe, April 6, 2008
- [8] Metrick, A., *Venture Capital and the Finance of Innovation*, John Wiley & Sons, 2007
- [9] Meyer, T., *Venture Capital in Europe: Spice for European Economies*, Deutsche Bank Research, October 2006
- [10] Ortgiese, J., *Value Added by Venture Capital Firms*, Eul Publishing, 2007
- [11] Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., *Corporate Finance*, 8th Edition, McGraw-Hill publishing, 2008